

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2015

Bien gérer c'est aussi bien voter.

Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2015

Voter lors des assemblées d'actionnaires est l'un des moyens pour les gestionnaires d'actifs, au nom de leurs mandants, les investisseurs institutionnels et privés, d'exercer leur rôle de contrôle et d'amélioration de la gouvernance des entreprises, et ce afin de contribuer à terme à améliorer la valeur de celles-ci et donc des placements. Les gérants sont vigilants quant à la qualité et à la pertinence de l'information fournie par les émetteurs. L'expression de l'influence des actionnaires et de leurs représentants les gérants est d'autant plus efficace que les droits des actionnaires lors des assemblées générales peuvent être pleinement exercés et que les organes de décision de l'entreprise (conseil d'administration et comités spécialisés) jouent efficacement leur rôle.

Les principaux résultats de l'enquête sont les suivants :

- ✓ **Généralisation du vote et accroissement de la couverture internationale**
 - Poursuite de la hausse du nombre de participations aux assemblées générales (+13% au global), dont +18% à celles hors de l'Union européenne.
 - Signe de la diversification des portefeuilles, les émetteurs étrangers représentent les 2/3 des actions gérés par les SGP et les 4/5 des AG auxquelles elles participent.
- ✓ **Une pratique du vote qui reflète le renforcement du niveau d'engagement des gérants**
 - Les SGP n'ont pas approuvé environ 1/5 de l'ensemble des résolutions proposées.
 - Ils ont exprimé au moins un vote d'opposition à 80% des AG françaises, et à plus de 60% des AG étrangères où le champ des résolutions est plus restreint.
- ✓ **Persistance de certains écarts entre résolutions soumises aux AG et politiques de vote des SGP**
 - Le sujet des rémunérations (actions gratuites, options, *say on pay...*) a catalysé les votes d'opposition des gérants : au global, 45% des résolutions ont été contestées, dont près de 60% pour les AG d'émetteurs français.
 - Les opérations financières et les dispositifs anti-OPA ont également été au centre des votes d'opposition des gérants, avec respectivement 29% et 20% des résolutions.
 - Les gérants déplorent encore le manque fréquent de précisions quant aux critères d'attribution de stock-options et d'actions gratuites, ainsi que parfois, l'absence d'administrateur référent en cas de non-dissociation des fonctions de Président et Directeur Général.
- ✓ **Intensification du dialogue et jugement plutôt positif de la gouvernance des émetteurs**
 - Une majorité des SGP jugent que la qualité de la gouvernance des émetteurs et des dialogues avec eux a tendance à s'améliorer.
 - Le dialogue se développe avec les émetteurs étrangers, conséquence du poids croissant de ces derniers dans le périmètre de vote des SGP.

L'AFG a réalisé, début 2016, la quatorzième édition de son enquête annuelle sur l'exercice des votes, lors des assemblées tenues en 2015, par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP). Après une brève description du périmètre de l'échantillon, l'étude présente, en première partie, les tendances de la participation des SGP aux votes en assemblée générale et les motifs de contestation, puis en seconde partie, les moyens déployés par les SGP pour cette activité et leur jugement sur la qualité de la gouvernance des émetteurs.

Périmètre de l'enquête et caractérisation de l'échantillon

Les résultats de l'enquête 2015 reflètent les réponses de 49 SGP¹ via les 42 questionnaires reçus. En considérant la taille et la diversité des acteurs, l'échantillon des SGP ayant participé à l'enquête (cf. liste à la fin de ce document) est très représentatif : il inclut neuf des dix premières SGP, quatorze parmi les vingt premières, et la moitié des cinquante premières. Il se compose aussi bien de sociétés généralistes filiales de groupes bancaires, de sociétés d'assurance ou de mutuelles, que des spécialistes filiales d'un groupe ou des sociétés entrepreneuriales².

Ces SGP gèrent, ensemble, un total de 315 milliards d'euros en actions cotées (françaises ou étrangères, via des fonds d'investissement ou des mandats discrétionnaires). Au sein de cet échantillon, les actions françaises représentent 38% des actifs, celles de l'Union européenne (hors France) 39%. Ce résultat est cohérent avec le biais positif fort en faveur des émetteurs locaux que l'on constate dans l'allocation des portefeuilles en actions³.

En ce qui concerne la répartition de l'encours des actions effectivement votées (240 mds €), le poids des actions françaises s'élève à 40%, et respectivement 40% et 20% pour celles de l'Union européenne (hors France) et du reste du monde (hors UE).

Estimations du volume des actions gérées et du périmètre effectif du vote

| | Total déclarés mds.€ | dont part des actions émises | | | Toutes nationalités confondues |
|-------------------------------------|-------------------------|------------------------------|------------|---------|--------------------------------|
| | | En France | Dans l'UE* | hors UE | |
| Actions gérées | 315 | 38% | 39% | 23% | 100% |
| Actions effectivement votées | 240 | 40% | 40% | 20% | 100% |

* Hors France

De manière agrégée, ces niveaux d'actifs et de participation aux votes confèrent aux gestions un rôle de premier plan dans le capital des entreprises révélant, entre autres, l'influence en termes de gouvernance que peuvent exercer les SGP sur les émetteurs, et ce à travers l'exercice des droits de vote et le dialogue qu'elles engagent avec ceux-ci. Par cette démarche, la gestion contribue positivement à l'amélioration du comportement des entreprises et à la qualité de leurs actifs, et donc in fine sur le moyen-long terme à la performance des placements des investisseurs et épargnants.

Au global, les SGP exercent effectivement leurs votes pour plus des trois-quarts de leurs actions cotées en portefeuille. Concernant les actions françaises cette proportion est la plus élevée (80%) et reste stable sur un an. La représentativité des actions votées d'émetteurs UE (79%) et hors UE (67%) est tendanciellement en augmentation reflétant l'élargissement continu des périmètres de vote et le développement des moyens humains et techniques dans les SGP. Toutefois, ces différences expriment aussi la persistance de coûts élevés et des difficultés d'accès au vote sur certains marchés.

¹ Dans certains groupes, l'exercice des votes est centralisé au sein d'une entité qui représente plusieurs SGP.

² Certaines catégories de SGP, plus particulièrement de spécialistes de la gestion indicielle, quantitative ou de la multi-gestion, du fait de la définition de leur politique de vote et/ou des particularités de leurs techniques de gestion, ne participent pas au vote en assemblée. Ainsi, elles sont absentes du périmètre de cette étude.

³ "Rôle des sociétés de gestion dans le financement de l'économie de la zone euro : changement de paradigme ?", C.Pardo / T.Valli, Revue d'Economie Financière n°118, juin 2015.

Représentativité du périmètre effectif du vote

| | Au global | dont part des actions (émetteurs) | | |
|---------------------------------|-----------|-----------------------------------|------|---------|
| | | France | UE** | hors UE |
| Part des actions votées* | 76% | 80% | 79% | 67% |

* Dans certains cas, les SGP peuvent ne pas avoir reçu de délégation de vote.

** Hors France

Au global, la moitié (22 sur 42) des répondants à l'enquête 2015 a participé à plus de 100 assemblées, dont six à plus de 500 AG.

Ventilation des SGP selon le nombre de participations à des assemblées

| Nombre de SGP ayant participé à | Nationalité des émetteurs | | | Toutes nationalités confondues |
|---------------------------------|---------------------------|-----------|-----------|--------------------------------|
| | France* | UE** | Hors UE | |
| plus de 500 assemblées | | 3 | 4 | 6 |
| entre 100 et 499 assemblées | 13 | 10 | 3 | 16 |
| entre 20 et 99 assemblées | 18 | 9 | 5 | 11 |
| entre 1 et 19 assemblées | 11 | 4 | 5 | 9 |
| Total SGP | 42 | 26 | 17 | 42 |

* Du fait du nombre d'entreprises françaises cotées, aucune SGP n'a participé à plus de 500 AG.

** Hors France

Plus en détail, toutes les SGP de l'échantillon ont participé à au moins une AG d'émetteurs français. Parmi celles-ci, 62% des SGP ont voté à des assemblées d'émetteurs de l'UE et 40% à des AG d'émetteurs hors de l'UE. En cumulé, sur l'année 2015, les sociétés de gestion répondantes ont participé à 15 870 assemblées dont 3 075 d'émetteurs français, 5 318 d'émetteurs de l'Union Européenne, et 7 477 d'émetteurs en dehors de l'Union Européenne.

Concentration des participations aux assemblées selon la nationalité des émetteurs

| Cumul des participations | Nationalité des émetteurs | | | Toutes nationalités confondues |
|--|---------------------------|--------------|--------------|--------------------------------|
| | France | UE** | Hors UE | |
| 3 premières SGP * | 25% | 46% | 77% | 56% |
| 4ème à 10ème SGP | 34% | 38% | 21% | 28% |
| 11ème à 20ème SGP | 26% | 15% | 2% | 12% |
| SGP suivantes | 15% | 1% | 0% | 5% |
| Total des participations (en %) | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Nombre de participations | 3 075 | 5 318 | 7 477 | 15 870 |
| Distribution des participations | 19% | 34% | 47% | 100% |

* Selon les volumes de participation aux assemblées

** Hors France

L'analyse des participations aux AG toutes nationalités d'émetteurs confondues, fait apparaître une forte concentration: les trois premières SGP concentrent plus de la moitié des participations (56%) et les dix premières plus de quatre-cinquièmes... Cette concentration est étroitement liée à la taille des acteurs et plus particulièrement à leur activité à l'international. En effet, elle s'accroît proportionnellement à l'« éloignement géographique » des émetteurs. Ainsi, les 20 premières SGP concentrent plus de 80% des participations aux assemblées d'émetteurs français, alors que ce niveau est dépassé pour les 10 premières SGP dans le cas des actions de l'UE, et presque atteint par les 3 premières SGP pour les actions hors UE.

1^{ère} Partie : Nouveau renforcement de l'implication des gérants lors des votes en AG

Cette partie expose l'évolution du nombre de participations aux assemblées (section 1.1). Elle analyse ensuite la structure des votes selon l'origine géographique des émetteurs, avec une attention particulière sur le poids des votes d'opposition (1.2). Elle fait enfin ressortir les principaux points de la gouvernance et de la stratégie des émetteurs qui engendrent des votes d'opposition des gérants (1.3). Ces deux dernières sections font ressortir les différences nationales en matière de droit des actionnaires.

1.1 Généralisation du vote et accroissement de la couverture internationale

En 2015, les SGP de l'échantillon ont participé à 15 870 assemblées soit une hausse de +13% sur un an à périmètre constant.

- L'augmentation en 2015 est due en priorité à l'accroissement des participations aux assemblées d'émetteurs hors de l'Union européenne (+18%), qui reflète d'une part la généralisation du vote à certaines catégories de fonds (internationaux...) et/ou certains pays, et d'autre part l'ouverture de cette activité à de nouveaux marchés, notamment asiatiques. Quant à la France, après une certaine stabilité du nombre de participations depuis plusieurs années, on constate une augmentation de +9% sur un an. Cette évolution est expliquée pour certaines SGP, par la volonté d'amélioration du suivi des participations aux AG, avec la mise en place et le développement interne et externe de moyens supplémentaires, qu'ils soient humains ou techniques.

Evolution du nombre des participations aux AG

(Estimations à périmètre constant)

| En cumul des participations | Nationalité des émetteurs | | | |
|-----------------------------|---------------------------|------|---------|-------------|
| | France | UE | Hors UE | Total |
| 2015 | +9% | +8% | +18% | +13% |
| 2014 | +1% | +12% | -3% | +3% |
| 2013 | -1% | +14% | +45% | +23% |

- Sous un autre angle, le tableau ci-dessous met en évidence le caractère général de cet accroissement des participations à un nombre important de SGP. Ainsi, toutes nationalités confondues, près des trois quarts des SGP ont augmenté leurs participations aux AG. Cette hausse est de même ampleur s'agissant des AG des émetteurs français.

Part des SGP ayant augmenté le nombre de leurs participations aux AG en 2015

(Estimations à périmètre constant)

| En nombre de SGP | Nationalité des émetteurs | | | |
|------------------|---------------------------|-----|---------|------------|
| | France | UE | Hors UE | Total |
| 2015 | 72% | 48% | 41% | 72% |
| 2014 | 56% | 57% | 47% | 56% |
| 2013 | 45% | 71% | 50% | 58% |

- L'augmentation du nombre de SGP participant aux assemblées, et sa volumétrie, sont de bons indicateurs de leur engagement et celui de leurs mandants les investisseurs institutionnels⁴. En effet, les évolutions constatées confirment l'effet conjugué d'un certain nombre de facteurs :
 - approfondissement de l'action volontariste de la profession en matière de gouvernement d'entreprise, notamment avec la publication, régulièrement actualisée, des *Recommandations AFG sur le gouvernement d'entreprise*, ainsi que la poursuite d'un programme de veille alertant les SGP sur les résolutions non conformes à ces recommandations ;
 - valorisation du processus de professionnalisation conduisant à un renforcement des équipes en charge des questions de gouvernance au sein des SGP ;
 - développement d'outils informatiques et du recours aux services de *proxy providers*, les plateformes et les dépositaires visant à compléter l'information et à faciliter l'exercice des votes ;
 - diffusion et prise en compte accrue des critères ESG par les gestions lors des votes en assemblée et du dialogue avec les émetteurs ;
 - enfin, fort développement commercial de l'offre des SGP françaises vers des investisseurs non-résidents qui, eux aussi, encouragent, voire exigent une pratique étendue en matière de vote.
- Il est, cependant, important de remarquer qu'il subsiste encore des barrières exogènes, réglementaires et techniques, notamment en Europe⁵, qui limitent l'accès au vote. Outre des particularités nationales et/ou réglementaires (*Power of attorney*, inscriptions au nominatif...) ces difficultés peuvent dépendre également de pratiques, limitatives ou bloquantes, spécifiques à certains acteurs tout au long du processus de vote. A titre d'illustration : existence de droits de vote multiples qui diluent le poids du vote des gérants, blocage des titres en l'absence de comptes ségrégués, irrégularité dans la date de réception des bulletins de vote et/ou dans la date limite imposée par certains conservateurs ; faible niveau d'informations préliminaires délivrées par des émetteurs et/ou des modalités d'organisation des assemblées (formulaire de vote spécifiques non-standardisés, blocage des titres...) ; etc. Hormis les coûts dissuasifs induits, ces pratiques, selon les enquêtés, peuvent constituer au cas par cas de véritables barrières à l'exercice effectif du vote en assemblée.

1.2. Une structure de vote encore conditionnée par les spécificités du droit des actionnaires

La structure des votes, et de même la connaissance en détail de l'importance des résolutions d'opposition (ou votes « contre »), permettent d'appréhender l'action des SGP en matière de vote pour leur propre compte et celui de leurs mandants.

- La colonne de gauche du tableau ci-dessous liste de manière synthétique les principales thématiques des résolutions présentées en AG. Elles concernent aussi bien la gouvernance que les opérations financières, jusqu'à celles relatives à l'activité des émetteurs telle que l'approbation des comptes, entre autres. Cette année, les résolutions relatives aux rémunérations des dirigeants et des salariés ont été séparées de celles relatives à l'actionnariat salarié.

⁴ Dans le cadre de la gestion sous mandat, les investisseurs institutionnels ont le pouvoir de déléguer, au cas par cas et indépendamment de la taille des mandats, l'exercice du vote aux sociétés de gestion. En raison de leurs propres engagements, ils expriment en général un intérêt accru pour le vote, et en particulier pour le contenu des résolutions votées.

⁵ Ces obstacles semblent en contradiction avec l'esprit de la directive « droits des actionnaires » de 2007.

Distribution de l'ensemble des votes selon les thématiques des résolutions

| Thématiques des résolutions | Structure de l'ensemble des votes | | | Tous émetteurs confondus |
|--|-----------------------------------|-------------|-------------|--------------------------|
| | France | UE | Hors UE | |
| Composition, nomination, taille / jetons de présence ou autre forme de rémunération des membres du CA, de surveillance ou équivalent | 19% | 41% | 60% | 44% |
| Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes | 2% | 8% | 6% | 6% |
| Modifications statutaires | 8% | 9% | 4% | 6% |
| Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations) | 6% | 1% | 3% | 3% |
| Dispositifs anti-OPA | 6% | 4% | 1% | 3% |
| Opérations financières / fusions | 22% | 12% | 8% | 13% |
| Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionariat salarié) | 15% | 8% | 7% | 9% |
| Actionariat salarié | 3% | 0,3% | 0,2% | 1% |
| Approbation des comptes et affectation du résultat | 18% | 16% | 8% | 13% |
| Résolutions externes (non agréées par le Conseil) | 0,5% | 1% | 4% | 2% |
| TOTAL (en %) | 100% | 100% | 100% | 100% |

- En fonction de l'origine géographique des entreprises, la hiérarchie et le poids de ces thématiques diffèrent. Ainsi, en moyenne par assemblée, les résolutions afférentes à la composition/nomination des membres du CA sont respectivement deux à trois fois plus nombreuses pour les émetteurs UE et hors UE que celles soumises au vote en France. En effet, dans certains pays anglo-saxons, les administrateurs ont des mandats limités à une année, ce qui suscite un nombre plus important de votes sur cette thématique. Pour éliminer ce biais, les données du tableau ci-dessous ont été « épurées » et normalisées (hors composition/nomination au CA) afin de montrer le poids relatif des autres thématiques.
- Finalement, il en ressort une plus grande homogénéité du volume des votes : par exemple pour celles liées à l'approbation des comptes et l'affectation des résultats (un quart des votes en moyenne), ainsi que celles relatives aux rémunérations des dirigeants et des salariés (16%). En revanche, en France, les votes sur la mise en place, le développement, et les modalités de calcul des dispositifs d'actionariat salarié représentent 40% des votes contre environ 0,5% pour les émetteurs étrangers, ce qui caractérise la forte diffusion de ces dispositifs dans les entreprises françaises.
- Il subsiste également des différences dans le volume des votes pour la thématique relative à la nomination et la rémunération des contrôleurs légaux des comptes entre les entreprises françaises et étrangères. En effet, outre des différences sur la durée des mandats, dans certains pays les résolutions distinguent le vote des nominations de celui des rémunérations.
- Concernant les entreprises françaises, la thématique « Opérations financières/fusions » arrive en tête des résolutions proposées au vote (27%). Le nombre de ces résolutions est beaucoup plus important que pour les émetteurs des autres pays, du fait principalement, en droit français, du pouvoir de contrôle accordé aux actionnaires en matière d'augmentation de capital. En effet, toutes les modalités/catégories d'augmentation de capital proposé par l'entreprise sont appelées séparément au vote.
- Dans le cadre des assemblées des émetteurs étrangers, l'approbation des comptes et l'affectation du résultat est la thématique qui occupe de nouveau cette année la première place en termes de volume de vote (respectivement 27% des votes pour les émetteurs UE et 21% pour ceux hors UE).

Distribution des votes hors "composition/nomination" des membres du CA

| Thématiques des résolutions | Structure de l'ensemble des votes | | | Tous émetteurs confondus |
|---|-----------------------------------|-------------|-------------|--------------------------|
| | France | UE | Hors UE | |
| Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes | 3% | 14% | 14% | 10% |
| Modifications statutaires | 9% | 15% | 9% | 11% |
| Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations) | 7% | 2% | 6% | 5% |
| Dispositifs anti-OPA | 7% | 7% | 3% | 6% |
| Opérations financières / fusions | 27% | 20% | 20% | 23% |
| Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié) | 19% | 13% | 17% | 16% |
| Actionnariat salarié | 4% | 0,5% | 0,6% | 2% |
| Approbation des comptes et affectation du résultat | 23% | 27% | 21% | 24% |
| Résolutions externes (non agréées par le Conseil) | 1% | 2% | 9% | 4% |
| TOTAL (en %) | 100% | 100% | 100% | 100% |

- Au global, les SGP ont voté en moyenne à 13 résolutions par assemblée (soit un total d'environ 200 000 résolutions votées). Conséquence des différences entre les droits des actionnaires français plus étendus que ceux de certains pays étrangers qui entraînent un moindre périmètre d'expression pour les SGP, le nombre des résolutions varient selon les zones géographiques des émetteurs. Ainsi, si les SGP votent en moyenne à 19 résolutions par AG en France, ce nombre diminue à 10 votes pour les AG d'émetteurs hors UE.

Nombre de votes par AG

| Nationalité des émetteurs | | | |
|---------------------------|----|---------|-------|
| France | UE | Hors UE | Total |
| 19 | 13 | 10 | 13 |

- On observe en 2015 une structure dans l'orientation des votes très similaire à celle des années précédentes : un peu moins d'un cinquième de votes non favorables (17% de votes « contre » et 1% d'abstention).

| Structure des votes | | Dont SGP > à 100 assemblées |
|---------------------|-----|-----------------------------|
| Pour | 82% | min (64%) - max (91%) |
| Contre | 17% | min (9%) - max (36%) |
| Abstention | 1% | |

- Il existe une grande dispersion de la structure des votes entre les sociétés de gestion qui reflète les différences, d'une part des politiques de vote propre à chaque SGP, et d'autre part du poids des votes de celles-ci aux assemblées d'émetteurs étrangers. Par conséquent, pour les SGP ayant participé à plus de 100 assemblées, le poids des votes favorables varie dans une fourchette allant de 64% à 91%.
- Concernant les votes d'opposition, dans leur ensemble, les sociétés ont exprimé en moyenne au moins un vote « contre » à 65% des assemblées, niveau relativement équivalent à celui de 2014 (62%) et 2013 (64%). Pour les émetteurs français ce chiffre atteint 83%. Pour ce qui est du poids des assemblées à l'étranger où au moins un vote d'opposition est exprimé, celui-ci reste significatif mais à un moindre degré (en moyenne 64% pour les émetteurs UE et 59% pour ceux hors UE).

Assemblées où au moins un vote d'opposition a été exprimé

| En pourcentage de l'ensemble des assemblées | Nationalité des émetteurs | | | Tous émetteurs confondus |
|---|---------------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------------|
| | France | UE | Hors UE | |
| Moyenne toutes SGP | 83% | 64% | 59% | 65% |
| Dont SGP > à 100 assemblées | min (57%) - max (99%) | min (33%) - max (91%) | min (13%) - max (97%) | min (14%) - max (95%) |

- La dispersion reste globalement très forte, pour les SGP ayant participé à plus de 100 assemblées, avec une variation allant au global de 14% à 95%. On constate toutefois que la dispersion est moindre pour les assemblées des émetteurs français (entre 57% et 99%).

1.3 Les rémunérations au centre des votes d'opposition des gérants en 2015

L'analyse et la hiérarchie des votes d'opposition aux résolutions soumises au vote, permettent d'identifier clairement celles suscitant des réactions de la part des gérants. Pour cela, dans la continuité des enquêtes précédentes, l'analyse des votes d'opposition est relativisée en tenant compte de l'ensemble des votes de chaque thématique, et ceci selon l'origine des émetteurs.

- Cette année encore, les résolutions afférentes aux rémunérations ont été les plus contestées. Au global, les gérants ont rejeté 46% des résolutions proposées. Sur ce thème, l'information jugée parfois insuffisante, concernant le détail des critères pris en compte pour déterminer de manière objective l'attribution de *stock-options* et d'actions gratuites, constitue un point de discord. Relativement aux résultats 2014, la hausse est la plus marquée à l'encontre des émetteurs français (58% des votes en 2015 contre 43% en 2014). La *soft law* sur le principe de *say on pay* entrant dans sa deuxième année vis-à-vis des émetteurs français, les gérants semblent s'être montrés plus exigeants quant à l'adéquation du contenu de ces résolutions et de l'information disponible dans le document de référence avec leur propre politique de vote.

Poids relatif des votes d'opposition par rapport au nombre total de chaque résolution

| Thématiques des résolutions | France | UE | Hors UE | Tous émetteurs confondus |
|--|------------|------------|------------|--------------------------|
| Composition, nomination, taille / jetons de présence ou autre forme de rémunération des membres du CA, de surveillance ou équivalent | 26% | 10% | 12% | 13% |
| Nomination et rémunération des contrôleurs légaux des comptes | 21% | 13% | 7% | 11% |
| Modifications statutaires | 10% | 6% | 11% | 9% |
| Approbation des conventions réglementées (hors rémunérations) | 33% | 3% | 17% | 22% |
| Dispositifs anti-OPA | 32% | 13% | 8% | 20% |
| Opérations financières / fusions | 38% | 22% | 23% | 29% |
| Rémunération des dirigeants et des salariés (hors actionnariat salarié) | 58% | 35% | 41% | 46% |
| Actionnariat salarié | 11% | 11% | 12% | 11% |
| Approbation des comptes et affectation du résultat | 4% | 3% | 6% | 4% |
| TOTAL (en %) | 28% | 13% | 15% | 17% |

Note de lecture : dans le cadre des AG des émetteurs français, les SGP se sont opposés à 58% de l'ensemble des résolutions relatives aux "rémunérations des dirigeants" ; et à hauteur de 38% à celles afférentes aux "Opérations financières/fusions"

- Les sociétés de gestion veillent tout particulièrement à ce que l'évolution de la structure du capital des sociétés investies ne conduise pas à une dilution de leurs investissements. Elles s'opposent en conséquence aux résolutions permettant des augmentations de capital sans droit préférentiel de souscriptions (DPS) exagérément dilutives. A ce titre, les opérations financières arrivent, tous émetteurs confondus, en deuxième place des résolutions les plus contestées (29%).

- Aux AG d'émetteurs français, ce taux atteint 38% et est en forte progression par rapport à 2014 (30%). Ceci s'explique principalement par l'impact de la loi Florange sur les résolutions des AG 2015. En effet, les gérants ont été très attentifs à ce que les résolutions relatives aux opérations financières contiennent des mentions précisant explicitement l'impossibilité de leur utilisation en cas d'OPA.
- Ils ont été également très attentifs cette année, à ce que les sociétés qui ne disposaient pas de droit de vote double avant l'application de la loi Florange proposent une résolution rétablissant le principe « une action une voix ».
- Sujet majeur, concernant la thématique « Nominations des membres du Conseil », la gestion française souhaite que ses recommandations relatives à la composition des conseils (nombre de membres libres d'intérêt), ainsi qu'au cumul des mandats (dont certaines dispositions ont été intégrées en 2013 dans le code AFEP-MEDEF et partiellement dans la loi Macron), soient appliquées dans les sociétés investies.
- Enfin, on constate également que les résolutions liées à l'approbation des comptes et, plus particulièrement, l'affectation des résultats (dividendes) sont très peu contestées alors même qu'elles représentent près du quart des résolutions votées.

2^{ème} partie : Moyens déployés pour juger de la qualité de la gouvernance

Cette partie décrit les moyens humains et techniques dans les SGP en vue de l'analyse des résolutions (section 2.1). Elle présente les processus servant à promouvoir le dialogue et les échanges entre investisseurs et émetteurs (2.2). Cette dernière section met en évidence, selon plusieurs critères, la perception des gérants concernant la qualité de la gouvernance des émetteurs (2.3).

2.1 Une activité qui confirme son importance par le renforcement de ressources dédiés...

Selon l'organisation des sociétés de gestion, les effectifs en charge de l'analyse des résolutions, de l'exercice du vote et de la réalisation du rapport du vote, incluent les équipes de gestion, d'analystes, du *middle-office*, travaillant en collaboration avec les responsables du contrôle interne et de la conformité. Depuis plusieurs années, en relation avec l'élargissement du périmètre de vote, la tendance est à la professionnalisation et au renforcement des moyens techniques.

- Dans les principales SGP généralistes filiales d'un groupe financier, ainsi que dans quelques sociétés spécialisées en gestion actions, des effectifs dédiés à l'analyse extra-financière participent au processus d'analyse des résolutions et d'exercice des votes. Ces sociétés ont en règle générale une pratique collégiale en matière de vote, concrétisée le plus souvent par l'existence d'un comité de vote.
- Pour les sociétés spécialisées et/ou entrepreneuriales, la pratique est soit individuelle, sous la responsabilité du gérant en charge de la valeur, soit centralisée via le responsable de la conformité (RCCI).

Pratiques pour l'analyse des résolutions et exécution des votes
(Plusieurs réponses possibles)

| Modalité d'organisation | En % des SGP de l'échantillon | Dont SGP > à 100 assemblées |
|----------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| Collégiale (comité de vote,...) | 45% | 50% |
| Individuelle (chaque gérant,...) | 50% | 40% |
| Centralisée (RCCI,...) | 24% | 30% |

- En appui du travail interne d'analyse des résolutions en adéquation avec leur politique de vote individuelle, plus des trois-quarts des SGP ont recours aux alertes du programme de veille de l'AFG⁶. Ces alertes sont édictées pour attirer l'attention des gérants sur le contenu des résolutions non conformes aux « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise » de l'AFG. Ces alertes ne sont en aucun cas des conseils de vote.
- Participant à la généralisation de cette activité, des prestataires d'études et de conseil offrent des services d'analyses et/ou d'exécution du vote. Ainsi, dans le cas des émetteurs français, les prestataires cités sont Proxinvest et/ou ISS. Les SGP qui votent aux assemblées d'émetteurs étrangers utilisent principalement les services d'ISS, ECGS et Glass Lewis.

⁶ Les « alertes » de l'AFG sont publiques et disponibles sur : www.afg.asso.fr / Rubrique « Gouvernement d'entreprise »/Alertes SBF 120. Les données relatives à ces alertes remontent à l'année 1999, et concernent aujourd'hui la totalité des entreprises du SBF120. Pour plus d'informations cf. P. Bollon, « Bien gérer, c'est aussi bien voter », REF, n° 63, sept. 2001 ; et C. Pardo et T. Valli, « Gouvernement d'entreprise et vote des sociétés de gestion : structuration d'un contre-pouvoir », Revue Française de Gouvernance d'Entreprise, n° 11, 2012.

Recours à des prestataires d'analyses et de conseil

| Origine géographique | En % des SGP de l'échantillon | Dont SGP > à 100 assemblées |
|----------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| Emetteurs français | 52% | 91% |
| Emetteurs étrangers | 70% | 86% |

2.2 Le dialogue, moyen privilégié pour favoriser les principes de bonne gouvernance...

Dans le cadre du suivi des entreprises en portefeuille et de leurs modalités de gouvernance, les gérants privilégient le dialogue, notamment avec les dirigeants, les administrateurs, et/ou les responsables relations investisseurs. Ces échanges permettent également aux gérants d'informer les émetteurs de leurs politiques de vote et standards de bonne gouvernance.

- Au global, les sociétés de gestion ont un jugement plutôt positif de la qualité du dialogue avec les émetteurs. De plus, près de la moitié des SGP jugent celui-ci en amélioration avec les émetteurs français et près d'un tiers dans le cas des émetteurs de l'UE. L'évolution de la qualité du dialogue témoigne à la fois d'un renforcement de l'engagement des sociétés de gestion et d'une recherche de légitimité et d'amélioration de leur gouvernance par les émetteurs.

Jugement de la qualité du dialogue avec les émetteurs

| Sens de l'appréciation | Emetteurs en | | |
|------------------------|--------------|-----|---------|
| | France | UE | Hors UE |
| Amélioration | 46% | 30% | 14% |
| Stabilité | 54% | 70% | 86% |
| Détérioration | ns | ns | ns |

- Le tableau ci-dessous montre que les deux tiers des SGP (64%) ont désormais intégré, à des degrés divers, la thématique du gouvernement d'entreprise dans leurs dialogues avec les entreprises, lors de rencontres individuelles et/ou de communications groupées (cette proportion n'était que de 39% en 2006). Le processus (calendrier/modalité) des dialogues est très varié. Ils sont menés tantôt en amont (32%) souvent à la demande des émetteurs, tantôt en période d'AG (33%) pour expliciter les intentions des votes, ou bien tout au long de l'année (58%) en fonction d'enjeux spécifiques identifiés en matière de gouvernance (opérations sur capital, rémunérations...) ou de modifications impactant celle-ci.

Calendrier/modalité des contacts avec les émetteurs

(Plusieurs réponses possibles)

| | En % des SGP de l'échantillon | dont SGP > à 100 assemblées |
|----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| En amont des AG | 32% | 45% |
| En période d'AG | 33% | 52% |
| Au cas par cas | 58% | 76% |
| Au moins un critère | 64% | 86% |

- En appui de ces échanges, et afin de rendre public leurs critères de décision, les SGP informent les dirigeants des émetteurs de leur politique générale de vote et leurs standards de bonne gouvernance (par exemple ceux de l'AFG). Cette démarche peut se réaliser également soit de manière systématique à

un périmètre d'émetteurs préalablement défini, par envoi du document contenant leur politique de vote, soit par ciblage d'entreprises ne respectant pas des pratiques conformes à cette politique.

- De manière plus spécifique, lorsque subsistent des divergences entre les politiques de vote des investisseurs et les projets de résolutions, ce dialogue permet aux SGP d'exprimer leurs intentions d'opposition, et ce afin d'inciter les émetteurs à apporter des précisions ou modifications quant à la formulation de résolutions. Cette démarche se réalise encore majoritairement à l'initiative des SGP notamment pour leurs principales lignes en portefeuille, ainsi que de plus en plus à la demande directe des émetteurs ou via un intermédiaire mandaté par ces derniers. Notons que le renforcement du dialogue entre les SGP et les émetteurs étrangers est fortement lié au poids croissant de ces derniers dans le périmètre de vote des SGP.
- Les alertes diffusées par l'AFG, avant les AG des entreprises du SBF 120, favorisent également le dialogue entre l'Association et un nombre croissant de dirigeants et responsables de la gouvernance de ces émetteurs.

2.3 ...dont la mise en œuvre dans les entreprises est jugée positivement par les gérants

Selon les gérants, leurs actions (votes en assemblée, dialogues...) ont un impact positif sur la gouvernance des émetteurs, et considèrent qu'à moyen-long terme il existe une relation positive entre une bonne gouvernance d'entreprise et la valeur actionnariale de celle-ci.

- Les SGP ont une vision plutôt positive, en particulier à l'égard des entreprises françaises, sur l'évolution de la qualité de la gouvernance des émetteurs dans lesquels elles investissent. Notons que cette appréciation globale est en amélioration, cette année, vis-à-vis des émetteurs étrangers.

| Appréciation des gérants : évolution de la qualité de la gouvernance des émetteurs | | | |
|--|--------|-----|---------|
| | France | UE | Hors UE |
| Très positive | 0% | 0% | 0% |
| Plutôt positive | 71% | 67% | 41% |
| Neutre | 27% | 33% | 59% |
| Plutôt négative | 2% | 0% | 0% |
| Très négative | 0% | 0% | 0% |

- Plus en détail, les gérants hiérarchisent, selon les thématiques proposées dans le tableau ci-dessous, leurs appréciations sur la qualité de la gouvernance des émetteurs. Cette année encore, ils considèrent que le niveau de formation et/ou compétence des dirigeants est, quelle que soit l'origine géographique des émetteurs, le principal critère en adéquation avec leurs exigences en termes de gouvernance. De même, ils soulignent positivement l'ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs. A l'opposé, ils jugent que les modalités d'incitations au sujet de la rémunération des dirigeants ne sont pas suffisamment efficaces. Ce résultat conforte le taux d'opposition constaté à l'endroit des résolutions sur la rémunération des dirigeants. Les gérants sont également critiques envers les entreprises hors UE, quant à la proportion insuffisante d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts (note de 2,6). Pour ces entreprises, cette appréciation est d'autant plus négative que les résolutions relatives aux nominations des administrateurs représentent 60% des votes en moyenne.

Appréciation des gérants : critères de la qualité de la gouvernance des émetteurs

Les notes moyennes ont été déterminées en tenant compte des valeurs ci-dessous
(1. Très insuffisante, 2. Insuffisante, 3. Moyenne, 4. Satisfaisante, 5. Très satisfaisante)

| | France | UE | Hors UE |
|---|-----------|-----------|-----------|
| Mode de fonctionnement de l'assemblée générale | 3,8 | 3,4 | 3,1 |
| Pouvoir des actionnaires en AG | 3,1 | 3,1 | 2,9 |
| Mode de fonctionnement du conseil d'administration | 3,2 | 3,3 | 3,1 |
| Proportion d'administrateurs indépendants/libre d'intérêts | 3,0 | 3,3 | 2,6 |
| Structure des organes de décision | 2,8 | 3,5 | 3,1 |
| Indépendance et efficacité fonctionnelle du système d'audit | 3,3 | 3,2 | 2,7 |
| Ouverture des entreprises au dialogue avec les investisseurs | 3,5 | 3,5 | 2,9 |
| Transparence et pertinence de l'information délivrée | 3,2 | 3,2 | 2,9 |
| Existence d'un système incitatif efficace pour les dirigeants | 3,0 | 2,8 | 2,5 |
| Niveau de formation et/ou compétence des dirigeants | 3,8 | 3,7 | 3,5 |
| Pour mémoire : nombre de SGP répondantes | 39 | 25 | 14 |

- Si les SGP ont une appréciation plutôt positive de la qualité de la gouvernance des entreprises françaises, en particulier du mode de fonctionnement des AG ou du Conseil d'Administration, de l'indépendance et de l'efficacité du système d'audit, elles déplorent encore le manque fréquent de précisions quant aux critères d'attribution de stock-options et d'actions gratuites, ainsi que parfois, l'absence d'administrateur référent en cas de non-dissociation des fonctions de Président et Directeur Général (note de 2,8).

Liste des SGP ayant répondu au questionnaire et exercé leurs droits de vote en 2015

| | |
|--------------------------------------|--|
| AESOPÉ GESTION DE PORTEFEUILLES | HUMANIS GESTION D'ACTIFS |
| ALTO INVEST | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT |
| AMPLEGEST | LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER |
| AMUNDI ASSET MANAGEMENT | LA FINANCIÈRE RESPONSABLE |
| ARKEON GESTION | LA FINANCIÈRE TIEPOLO |
| AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS | MANSARTIS GESTION |
| BDL CAPITAL MANAGEMENT | MCA FINANCE |
| BFT INVESTMENT MANAGERS | MEESCHAERT ASSET MANAGEMENT |
| BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT | MESSIEURS HOTTINGUER & Cie - GESTION PRIVÉE |
| BOUSSARD & GAVAUDAN GESTION | METROPOLE GESTION |
| CAMGESTION | MIROVA |
| CARMIGNAC GESTION | NATIXIS ASSET MANAGEMENT |
| CM - CIC ASSET MANAGEMENT | OFI ASSET MANAGEMENT |
| COMGEST SA | OFI GESTION PRIVÉE |
| COVEA FINANCE | PALATINE ASSET MANAGEMENT |
| CPR ASSET MANAGEMENT | PORTZAMPARC GESTION |
| DIAMANT BLEU GESTION | PRO BTP FINANCE |
| ECOFI INVESTISSEMENTS | RAYMOND JAMES ASSET MANAGEMENT INTERNATIONAL |
| ÉTOILE GESTION | SEVENTURE PARTNERS |
| EULER HERMES ASSET MANAGEMENT France | SG29 HAUSSMANN |
| FEDERAL FINANCE GESTION | SOCIÉTÉ GÉNÉRALE GESTION |
| FINANCIÈRE DE L'OXER | SYCOMORE ASSET MANAGEMENT |
| GROUPAMA ASSET MANAGEMENT | TALENCE GESTION |
| HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT France | THEAM |
| HUGAU GESTION | |



“Bien gérer, c’est aussi bien voter”

Depuis dix-neuf ans, la profession de la gestion d’actifs mène une action volontariste et régulièrement renforcée en matière de gouvernement d’entreprise.

1997 : dans son Code de déontologie, l’AFG recommande aux gérants d’exercer les droits de vote afférents aux titres détenus dans les OPCVM. Création de la Commission “gouvernement d’entreprise” présidée par Jean-Pierre Hellebuyck.

1998 : publication d’un ensemble de recommandations sur le gouvernement d’entreprise relatives aux assemblées générales et aux conseils d’administration des sociétés françaises faisant appel public à l’épargne.

2000 : un programme de veille est mis en place afin de faciliter l’exercice du droit de vote des sociétés de gestion en les alertant lorsque les résolutions soumises aux assemblées générales des sociétés du CAC 40 sont contraires à ces recommandations.

2002 : deux nouvelles étapes sont franchies :

- les alertes envoyées aux membres de l’association sont rendues publiques sur le site de l’association et donc consultables ([www.afg.asso.fr/gouvernement d’entreprise](http://www.afg.asso.fr/gouvernement_d'entreprise));
- le programme de veille est élargi au SBF 120.

2003 : l’association attire désormais aussi l’attention de ses membres sur l’importance particulière de l’exercice du droit de vote dans certaines assemblées générales.

2007 : création de la Chaire “Finance durable et investissement responsable” dont les questions liées à la gouvernance des entreprises socialement responsables sont l’un des principaux axes.

2001, 2004 et chaque année depuis 2006 : actualisation des recommandations de l’AFG.

Thomas Valli

Directeur des Études Économiques

T : +33 (0)1 44 94 94 03

t.valli@afg.asso.fr

Gabriela Gublin-Guerrero

Économiste-statisticienne

T : +33 (0)1 44 94 94 25

g.gublin-guerrero@afg.asso.fr



31 rue de Miromesnil

75008 Paris

T : +33 (0)1 44 94 94 00

 @AFG_France

www.afg.asso.fr